

投資全方位

金針集

美國國債風暴升級，30年期債息升破5.5厘，為22年來最高。事實是美國通脹上升壓力大，加上外國投資者繼續減持美債，市場尤其憂慮持有2.5萬億美元美國金融資產的日資加速回流本土市場，美債價格急挫最終可能釀成金融危機。

大衛

美聯儲三年來首次加息，恢復市場對該局對抗通脹的信心，一度令美國股市、債市反彈，加上Meta推出人工智能（AI）智能體Muse市場反應佳，燃起美國企業AI商業化的憧憬，推動納斯達克指數再創新高。

債息抽升 戳破美股超級泡沫

不過，在高利率、高通脹、高債務等三重夾擊之下，美國金融資產價格有反彈、難上升，多位美聯儲委員在美國柴油價格創歷史新高之下釋出年內繼續加息信號，利率期貨顯示下月加息機會上升至近70%，美國國債應聲進一步下挫，10年期及30年期國債息分別升上5.22厘及5.501厘，為19年及22年最高，全面拉升信貸利率，企業、個人融資成

美債風暴升級 大調整逼近眉睫



▲美股出現創新低股份數量，遠超創新高股份，顯示美股存在突然大插風險。路透社

因此，投資者對美股突然大抽水不能掉以輕心。

事實上，納斯達克指數創新高的同時，道指在第三季至今累跌0.94%，主要是摩根大通、嘉信理財等金融股急挫，一方面是憂慮加息引發信貸泡沫爆破，另一方面是Meta等AI智能體，即AI助理，具財富管理、券商中介功能，將會對顛覆傳統金融服務收費模式，因而引發金融股下跌，而且市場疑慮還在逐步升溫，添加美股壓力。

近廿萬億日資 恐從美股債出逃

值得注意的是，日本在10個月內三度加息，為1990年最快，利率上升至31年最高，日本10年期國債收益率高見3厘，可是在9月加息之後，日圓兌美元仍處158水平，日央行進一步加息或干預匯市可能性存在，日本國債收益率高處未算高。過往一直在海外市場追求較高回報的5萬億美元的日本資金，勢必逐步回流本土市場，市場估計目前日本金融機構等投資者持有2.5萬億美元（約19.5萬億港元）的美國金融資產，美國股債走勢無可避免持續受到日本沽盤所影響。

美股三大指數走勢已出現分化，道指在第三季率先轉跌，顯示華爾街股上升動能減弱，大調整逼近眉睫。

心水股

中國銀行 (03988)

滙豐控股 (00005)

貝殼 (02423)

匯豐銀行 (00005)

中美共識 長遠利好港股

沈金

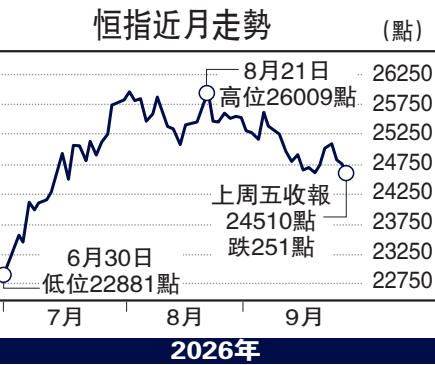
頭牌手記

港股上周二升三點，恒指收報24510點，較前周跌240點，是第三周下跌。三周共抹去1140點。

還有三個交易天，9月股市就收官，9月為下跌月料成定局。蓋8月底恒指收報25566點，而現在則低1056點，相信在餘下日子不大可能翻盤。大家要接受現實，就是月線圖上，8、9兩個月都要跌。至於今年9個月的升降韻律就會是：1月升、2月跌、3月跌、4月升、5月跌、6月跌、7月升、8月跌、9月亦跌。9個月升者3個月，跌者6個月。

可以估算得到，以上述走勢，今年港股仍是壓力重重。去年尾恒指收報25630，現跌了1120點或4.37%。這個數據只屬一般，不算跌得慘烈，故扭轉劣勢將寄望在第四季上。

上周五淡友大戶利用北水放長假的空檔偷襲成功，再次「打殘」港股，今日北水仍在假期中而缺陣，加上明日是期指結算，淡友肯定會加多一腳，好友面對此局面，宜沉着應對，以守為攻。我相信，恒指24000至24200是一個重要支持區，儘管現時成交疏落，但亦有一個好處，就是沽壓不算沉重。何解呢？不少投資者都慨嘆，如此低水平，如何大手沽得



落去呢？亦即開始「惜售」，這對守關者有利。淡友應明白，待假期完結，北水重返市場，一定會全力反攻，這也是淡友不敢太放肆的原因。

中美元首會晤結束，港股雖未有即時反應，但長遠看，這對世界大局、中美關係都構成重大影響，是一項積極的穩定因素，相信日後在落實元首會晤共識時，會有更好的體驗。

內銀與本地銀行股看高一線

在現階段，穩穩陣陣的板塊仍離不開內銀股和本地銀行股。前者我喜歡中國銀行（03988），後者可考慮低位買點中銀香港（02388）和滙控（00005）。中國銀行被外資大行列為「焦點觀察」對象，股價頗為硬朗，不妨在低位跟進多少。中銀香港在50元水平有吸引，滙控在152至154元水平，亦是不錯的買入點。

內地二手樓交投超新盤 貝殼值得關注

子石

集股淘

內地「828」樓市新政出台後，證券界最大的共識是：新樓供應量減少，在置業需求不變的情況下，居民購房選擇轉向二手房。當然，二手房交投是否因為樓市新政而增加，目前言之尚早，但二手房成交面積確實已超越一手樓。中銀證券最新研究顯示，9月12日至18日內地47城新房成交面積212.0萬平米，按周升16.3%，按年跌13.3%。23城二手房成交面積239.7萬平米，按周升14.7%，按年升10.3%。該行表示，二手房交易佔總體樓市交投比重由2020年的27%，到2025年已提升至46%，今年首8個月佔比更高達52%。

日後內地二手房成交量持續增加，貝殼能夠受惠多大，有待觀察。不過，貝殼（02423）過去幾個季度的二手房業務表現呈現改善跡象。貝殼去年第四季至今年第二季度，存量房交易的總交易額為4820億元（人民幣，下同）（按年跌35.3%）、5344



億元（按年跌7.9%）、6299億元（按年升8%）。同期淨收入為54億元（按年跌39%）、61億元（按年跌10.7%）、70億元（按年升4.5%）。因此，貝殼未來幾個季度二手房業務持續改善是有根據的推測。

倘升穿52元 上望71.847元

貝殼在2022年5月於港交所掛牌上市，至今超過4年，股價表現乏善可陳，即使該公司不停手在市場進行回購，可惜股價大部分時間在32元至52元浮浮沉沉。筆者建議，要等待市場重新關注整個內房板塊，貝殼股價又能夠升穿52元，屆時有機會「借東風」揚帆出海。筆者憧憬長線股價可以挑戰歷史新高71.847元。

利率轉向 對亞洲高息債影響有限

Murray Collis

宏觀洞察

美聯儲在9月一致決定加息0.25厘。利率轉向，投資者自然關心信貸資產。但對亞洲高息債而言，更值得問的是：其表現還有多少取決於利率？我們認為遠比過去少。

三大市場關注點

現時的亞洲高息債與疫情前截然不同，市場已不再由內地房地產發展商主導，而涵蓋金融機構、博彩營運商、基建供應商及前沿市場，指數更於2026年1月創下歷史新高。由2022年11月低位至2026年7月底累計上升57.8%，孳息率已回復較正常水平。

首先是印度。自2025年底起，印

度成為亞洲高息債最大市場，財政支持及製造業、基建和可再生能源投資帶動發債活動，非銀行金融機構尤為明顯。這些並非依賴收入倍數估值的初創企業，而是機場、公路、電訊及物流等現金流穩定的業務，價值更多來自內需。

其次是澳門博彩。曾佔行業毛收入近半的貴賓廳業務，疫後因消費行為改變及中介人監管收緊而顯著萎縮，增長轉向中場及角子機。對債券投資者而言，這是更好的生意：客群更廣，並受娛樂、餐飲及旅遊收入支持，有利現金流及資產負債表。

第三是前沿市場，佔市值比重由疫情期間的單位數中段升至十多個百分點，並以主權及準主權債券為主。斯里蘭卡及巴基斯坦分別獲印度，以

及中國內地、沙特和阿聯酋支援，藉外部融資配合改革重建儲備；兩者仍非投資級別，風險猶存，但主權發行人擁有企業所沒有的政策與融資渠道，回報來源因而有別。

截至7月底，亞洲高息債到期收益率約8.1%，高於環球高息債的7.4%及美國的7.7%；2026年預期達約率約1.8%，低於美國的2.5%至3%及歐洲的3.75%至4.25%。

高收益始終伴隨高信貸風險，發行人未必能履行債務。這個市場橫跨十多個地區、多套監管制度及數百家發行人，機會來自個別債券的錯誤定價而非指數；深入信貸研究及主動選債才是關鍵。

（作者為宏利投資管理亞洲（日本除外）固定收益首席投資總監）

新藥上市料提速 藥明合聯目標97.9元

大行報告

高盛發表研究報告指，藥明合聯（02268）手頭積壓訂單動能強勁，商業化能見度改善，繼續看好增長前景，商業化催化劑亦日益清晰，預期新藥上市申請（BLA）提交數量將上升。

高盛又指，藥明合聯的無錫生產設施或會於明年首季迎來首次FDA（美國食品藥物管理局）檢查，此前部分客戶的BLA預料於2026年底前提交，將成為其全球商業化生產能力重要驗證里程碑。該行引述公司管理層指，AI藥物發現（AIDD）可為上游靶點識別及分子生成的重要助力，惟現階段AI對CDMO訂單轉化直接影響仍有限，關鍵瓶頸依然是濕實驗的執行，預期整合CDO／CDMO的能力對創新轉化為商業機會至關重要。該行對藥明合聯給予「買入」評級，目標價97.9元，對應預測未來12個月市盈率約35倍。

此外，摩根士丹利的研究報告亦指出，藥明合聯管理層重申其全年收入按固定匯率增長40%的目標（包括BioDink的貢獻）。

跨國藥企訂單有望增加

大摩提到，藥明合聯披露與Ona Therapeutics 就其WuXiTecan-2 Payload-Linker平台達成授權協議，開發針對未披露靶點的ADC藥物。該行預期交易將進一步增加藥明合聯的里程碑積壓訂單。截至今年上半年，總積壓訂單、獨立積壓訂單及扣除里程碑的服務積壓訂單分別達22億、21億及20億美元，按年分別升62.2%、57.9%及50.4%。

該行認為，美國食品及藥物管理局對無錫基地的現場檢查預計最快於明年1月或2月進行，若成功通過，將成為建立監管記錄並爭取跨國藥企更多商業化訂單的關鍵。該行維持公司「增持」評級及目標價85元。